

Qué define el nivel de la brecha hoy

En poco tiempo hubo una fuerte suba de las brechas cambiarias que llegaron a duplicarse. Si bien esa suba de brecha podría no ser grave ni muy preocupante conviene tratar de buscar cuales fueron los factores que la impulsa y monitorear los riesgos asociados a posibles subas dado que el proceso de salida del cepo parecería que llevará más tiempo.

Para evaluar como varía el nivel de la brecha o, lo que es lo mismo, el valor de los dólares financieros, tenemos que considerar el flujo de oferta que se introdujo a este mercado a partir de la formalización del “Dólar Blend”, mecanismo que no solo permite mejorar el tipo de cambio final que cobra el exportador, sino también de proveer oferta de dólares en los mercados financieros. Esa mejora del dólar exportadore se logra habilitando a los exportadores a liquidar en el mercado del Contado con Liquidación el 20% del total de los cobros de exportaciones mientras que el 80% restante debe liquidarse a través del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC).

Esa oferta la estimamos diariamente a través de una aproximación del volumen operado en dólares en el MAE (Mercado Abierto Electrónico) donde se cursan las operaciones de cambio de moneda. Si bien en este mercado no queda reflejado el volumen total operado para el intercambio de divisas nos permite hacer un seguimiento casi inmediato de las operaciones diarias. Con ese dato diario estimamos la oferta aparente que habría de parte de los exportadores en el mercado del CCL/MEP. En términos concretos usamos como proxy de oferta aparente de “Dólar Blend” al monto diario operado en el MAE ajustando la cifra por el 80% que tiene que ir por el MULC y sobre eso calculamos el 20% que puede canalizarse al dólar financiero (por ejemplo si se operaron USD 100 millones en el MAE tomamos esa cifra la dividimos por 80% - o 0,80 - y el resultado lo multiplicamos por 20% - o 0,20 - lo que arroja una oferta aparente en el CCL/MEP de USD 25 millones).

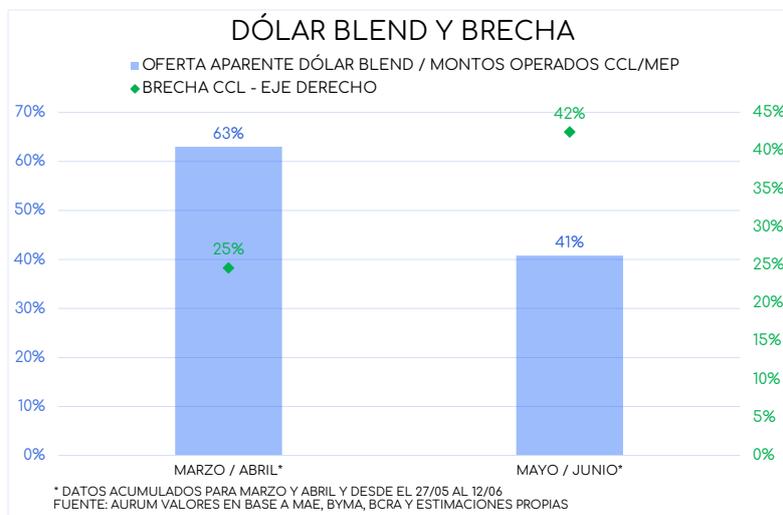
Con esta estimación podremos observar que el volumen operado en el MAE determina implícitamente la oferta aparente de “Dólar Blend”.

Concretamente cuando esa oferta disminuye en el MAE lo que deberíamos esperar es que la oferta aparente de CCL/MEP disminuya y cuando aumenta el monto del MAE la oferta de dólares financieros crezca.

Adicionalmente podemos medir (y usar como proxy del monto operado de dólares financieros) el monto operado de dólar MEP y CCL por medio de los montos que se operan de los bonos habitualmente más utilizados para ese fin. Usamos para tal medición el monto negociado en contado inmediato y a plazo (24 hs y/o 48 hs) de los Bonares 2030 (AL30), los Globales 2030 (GD30) y los Bopreales (2025; 2026 y las cuatro series de 2027) contra D (MEP) y C (CCL).

Con ambos datos se puede estimar qué proporción del monto operado en MEP y CCL fue abastecida con la estimación de la oferta aparente de "Dólar Blend", ya que no solo es importante si el monto ofertado cae o mejora sino que nos interesa saber el porcentaje de lo demandado que se cubre por esa oferta. Y nos interesa saber ese porcentaje porque a diferencia de un oferente normal en el mercado de CCL/MEP el que liquida "Dólar Blend" no dispone de plazos para ejecutar esa oferta. Está limitado desde el momento en que liquidó la exportación sin poder esperar a un precio de CCL/MEP que le resulte atractivo. Es, en definitiva, una oferta cautiva.

El gráfico muestra lo que sucedió desde marzo a junio con esa oferta aparente y cautiva. Tal como se observa la oferta disminuyó fuertemente. Pasó de representar el 60/65% de la demanda de CCL/MEP a representar poco más del 40% (con días incluso de menos participación). Concordantemente la brecha subió de 25% al 42%



Ahora bien teniendo presente que el problema de flujos hacia el CCL / MEP se origina en menores volúmenes operados en el MAE: ¿qué fue lo que provocó la disminución de los volúmenes operados en el MAE y consecuentemente una menor oferta aparente de dólar blend?

Creemos que una posible explicación a este deterioro en plena época de liquidación de la cosecha gruesa donde muchos esperaban montos significativos de liquidación de divisas se relaciona con una caída en los incentivos a liquidar. Independientemente de si el agro liquida a ritmo normal o no (nosotros creemos que sí lo está haciendo al ritmo esperado), el problema tiene que ver con el efecto que ha tenido la decisión del gobierno de impulsar una abrupta caída en las tasas de interés. Además de que, como ya hemos comentado en una columna anterior y desde entonces se ha ido profundizando, hay una percepción generalizada respecto a que el tipo de cambio oficial refleja una exagerada apreciación del peso.

Como referencia podemos señalar que mientras en el primer trimestre del año el diferencial entre la tasa de interés en pesos y la tasa de devaluación arrojaba una tasa efectiva mensual del orden del 7%, lo que estimulaba la liquidación de divisas ya sea para aprovechar la tasa como por el costo financiero de mantenerse sin liquidar divisas, hoy ese diferencial es de menos del 1% efectivo mensual (bastante menos también del nivel de abril que rondaba el 3% efectivo mensual).

Por otro lado, el tipo de cambio real oficial se muestra una fuerte apreciación del peso que es percibido como poco sostenible. En concreto hoy el tipo de cambio real multilateral es similar al de los períodos más apreciados del gobierno de Macri, previo a la fuerte devaluación de 2018 y apenas por encima de los niveles de la Convertibilidad entre 1995 y 1998 antes de la devaluación del real. Si el gobierno mantiene este ritmo de crawl y la inflación oscilara entre el 3,5% y el 5% en promedio hasta fin de 2024 el nivel de tipo de cambio real apunta a llegar a niveles similares a los de 2000/2001 en la previa del colapso de la Convertibilidad.

En conclusión, considerando que hay a) desincentivos a mantenerse en pesos por diferencial de tasas, b) incentivo a tomar deuda en pesos y postergar liquidación de divisas también por diferencial de tasas y c) percepción de

atraso cambiario; es lógico esperar una menor liquidación de divisas en el mercado oficial lo que indirectamente repercute en la oferta de divisas en el mercado financiero por menor volumen que se destina al *"Dólar Blend"*.

Esa menor oferta de *"Dólar Blend"*, que como vimos llevó a que la oferta aparente de este pasara de representar el 60/65% de lo operado en el CCL/MEP a ser de solo el 40/45%, "obliga" a que aparezcan nuevos oferentes (no exportadores) de dólares para abastecer la demanda de CCL/MEP. Y, como estos nuevos oferentes no están cautivos de normas que los obligan a liquidar sí o sí sus divisas en un plazo de tiempo determinado, como sucede con la liquidación de exportadores, esperan y buscan que se convaliden precios del CCL/MEP más altos, con la consecuente suba de la brecha.